

学校编码: 10384
学号: 17520101151150

分类号_____密级_____
UDC_____

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

高层管理者背景特征与企业投资效率
——来自中国上市公司的经验证据

An Empirical Study on Top Management Characteristics and
Investment Efficiency: Evidence from China's Listed Companies

林 怡

指导教师姓名: 于 李 胜 教授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2013 年 4 月

论文答辩时间: 2013 年 月

学位授予日期: 2013 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2013 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

投资效率是衡量企业资源配置，投资决策优劣的重要指标。1958 年，莫德格莱尼和米勒在《资本成本、企业理财和投资理论》一文中提出 MM 理论，从理论上阐释公司的投资决策与金融因素无关。此后，国内外学者对企业投资行为展开了大量的实证研究，试图解释企业投资效率的影响因素，并形成了三种主流观点：一是自由现金流委托代理理论，认为投资支出与现金流的正向关系反映了企业的代理问题，造成投资过度；二是市场非有效性造成的融资约束，使得企业投资依赖内部融资造成投资不足；三是股权结构、预算软约束、会计信息质量等公司治理因素对投资效率的影响。这些研究以“理性经济人”为假设，通过解决企业融资约束和完善公司治理来改善企业的非效率投资。在行为财务研究范式的推动下，一些学者从“有限理性”的视角入手，研究企业决策主体对投资行为的影响，成为管理学领域研究的新热点。

本文遵循文献回顾-理论分析-实证检验-分析总结的思路，使用中国 A 股上市公司 2004-2011 年财务数据和高层管理者背景特征为样本，首先通过估算衡量我国上市公司存在的非效率投资程度，然后借鉴了“高层梯队理论”已有的研究成果，分别考察了高层管理团队年龄特质性、年龄异质性、CEO 专用和通用人力资本同企业投资的影响关系，得到如下研究结果：

第一，高层管理团队年龄水平对企业投资效率影响显著，具体表现为平均年龄越大，企业投资效率越高，无论在国有控股企业还是在非国有控股企业中这种关系都成立；而高层管理团队年龄差异性同投资效率呈负相关关系，在国有控股企业中表现得更为显著。

第二，CEO 专用人力资本能够降低企业非效率投资行为，具体表现为 CEO 任期越长，企业投资偏差越小，表明专用人力资本能够对 CEO 克服认知偏差、理性决策做出贡献。而 CEO 的通用人力资本虽然对企业不具专属性，但具有可移植性，即 CEO 在以往任职过程中积攒的管理经验能够促进企业的投资效率。

以上研究结论不仅拓宽了现有企业投资效率的研究领域，丰富和发展高层梯队理论在中国资本市场的研究文献，更为企业优化高管团队结构，提高资源配置效率，推进管理选拔工作，加深对人力资本投资的认识提供依据，探寻一条新的促进企业可持续发展的道路。

关键词：企业投资效率；高层梯队理论；企业家人力资本

Abstract

Investment efficiency is the key indicator of corporate resource allocation and the outcome of corporate investment decisions. Modigliani and Miller brought forward MM theory expounding the irrelevance between corporate investment and finance factors in perfect market in 1958. Hereafter, many scholars carried out empirical researches to explore the factors influencing corporate investment behavior and its efficiency and formed three mainstream views: First, consistent with agency cost explanations, over-investment was concentrated in firms with high levels of free cash flow. Second, asymmetric information in capital markets implied financing constraints which holding constant underlying investment opportunities. Third, firms' governance structures were associated with investment efficiency. These researches based on the hypothesis of "rational economic behavior", focusing in the various mechanisms to improve investment efficiency. Driven by the behavioral finance paradigm, some scholars examined the relationship between investment efficiency and the dominant coalition of the corporate, in particular its top managers from the perspective of "bounded rationality", which became a hot spot of management research field.

In this paper, I follow the path of literature review -theoretical analysis -empirical test -explanation and summary, adopting listed companies in China from 2004 to 2011 as the research sample. This paper proceeds in two steps. In the first, I calculate the investment deviation of sample. In the second, empirical studies focus on the relationship between investment efficiency and TMT age horizontality 、 TMT age heterogeneity 、 CEO's specific human capital and CEO's general human capital. The principal findings of these studies are that: (1) TMT age horizontality has significantly positive impact on improving investment efficiency, considering both SOEs and non-SOEs; while TMT age heterogeneity lowers investment efficiency, especially in SOEs. (2) CEO's specific human capital is positively correlated with investment efficiency; while CEO's general human capital is examined as "portable" to transfer from one to another, thus promotes investment efficiency.

These findings not only expand the existing research on corporate investment efficiency, enrich "Upper Echelons Theory" literature in China, but also provide the basis for corporate to improve resource allocation efficiency, optimize TMT structure, and propel competitive selection of TMT, which explore a new path of sustainable growth for corporates.

Key Words: Investment Efficiency; Upper Echelons Theory; Entrepreneur Human Capital

目 录

第 1 章 绪论.....	1
1.1 研究背景和问题提出	1
1.2 研究目的及意义	2
1.3 研究思路及论文框架	3
1.4 研究方法与创新	5
1.4.1 研究方法	5
1.4.2 研究创新	5
第 2 章 相关理论简述和文献综述	6
2.1 人力资本相关概念与文献回顾	6
2.2 专用人力资本与通用人力资本	7
2.3 投资效率相关文献回顾	9
2.3.1 投资效率概念解释	9
2.3.2 投资效率理论基础	9
2.3.3 投资效率研究文献回顾	10
2.4 以高层梯队理论为基础的企业投资效率研究	14
2.4.1 高层梯队理论与发展	14
2.4.2 高层梯队理论与企业投资效率关系研究	16
2.5 现有研究小结	17
第 3 章 理论分析与研究假设	18
3.1 高层管理团队平均年龄与投资效率	18
3.2 高层管理团队年龄异质性与投资效率	19
3.3 CEO 专用人力资本与投资效率	20
第 4 章 研究设计	22
4.1 变量阐释	22
4.1.1 高层管理团队的界定	22
4.1.2 高层管理团队特质性与异质性	22
4.1.3 CEO 专用人力资本	22

4.1.4 投资效率衡量	22
4.2 实证模型设定	23
第 5 章 样本选取与描述性统计分析	26
5.1 数据来源与样本选取	26
5.2 变量描述性统计分析	27
5.2.1 投资效率描述统计分析	27
5.2.2 高层管理者背景特征描述统计分析	29
5.2.3 其他变量描述统计分析	30
5.3 变量相关性分析	31
第 6 章 高层管理者背景特征与企业投资效率的实证分析	32
6.1 实证检验与结果分析	32
6.1.1 高层管理团队平均年龄与投资效率	32
6.1.2 高层管理团队年龄异质性与投资效率	34
6.1.3 CEO 专用人力资本与投资效率	35
6.2 进一步分析	36
6.3 稳健性检验	40
6.3.1 区分投资偏差类型	40
6.3.2 重新计算投资效率	41
第 7 章 结论、启示与未来研究方向	44
7.1 主要研究结论	44
7.2 研究启示与建议	44
7.3 研究局限与未来发展方向	45
7.3.1 研究局限	45
7.3.2 未来发展方向	46
参考文献	47
致谢	51

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and Questions of Research	1
1.2 Motivation and Significance of Research.....	2
1.3 Logic and Contents of Research.....	3
1.4 Approach and Innovation of Research.....	5
1.4.1 Research Approach	5
1.4.2 Research Innovation.....	5
Chapter 2 Related Theories and Literature Review	6
2.1 Review of Human Capital Literature.....	6
2.2 Review of Specific and General Human Capital Literature	7
2.3 Review of Investment Efficiency Literature	9
2.3.1 Connotation of Investment Efficiency	9
2.3.2 Theoretical Basis of Investment Efficiency	9
2.3.3 Related Literature of Investment Efficiency	10
2.4 Literature Review of Investment Efficiency based on Upper Echelons Theory	14
2.4.1 Connotation and Theoretical Basis of Upper Echelons Theory.....	14
2.4.2 Relationship between Investment Efficiency and Upper Echelons Theory..	16
2.5 Summary of Previous Related Research	17
Chapter 3 Development of Propositions	18
3.1 Hypotheses of TMT Age Horizontality and Investment Efficiency.....	18
3.2 Hypotheses of TMT Age Heterogeneity and Investment Efficiency.....	19
3.3 Hypotheses of CEO's Specific Human Capital and Investment Efficiency	20
Chapter 4 Research Design	22
4.1 Construction of Variables.....	22
4.1.1 Definition of TMT	22
4.1.2 Horizontality and Heterogeneity of TMT	22
4.1.3 Specific Human Capital of CEO	22
4.1.4 Measurement of Investment Efficiency	22
4.2 Model Specification	23
Chapter 5 Sampling and Descriptive Statistic Analysis	26
5.1 Sample Source and Selection.....	26
5.2 Descriptive Statistics of the Sample	27

5.2.1 Descriptive Statistics of Investment Efficiency	27
5.2.2 Descriptive Statistics of TMT and CEO's Characteristics	29
5.2.3 Descriptive Statistics of Other Variables	30
5.3 Variables Correlation Analysis	31
Chapter 6 Empirical Analysis of Top Management Characteristics and	
Investment Efficiency	32
6.1 Regression Results and Analysis	32
6.1.1 TMT Age Horizontality and Investment Efficiency	32
6.1.2 TMT Age Heterogeneity and Investment Efficiency	34
6.1.3 CEO's Specific Human Capital and Investment Efficiency	35
6.2 Additional Test	36
6.3 Robustness Test	40
6.3.1 Sub-samples Regression	40
6.3.2 Recalculate Investment Efficiency	41
Chapter 7 Conclusions, Suggestions and Directions of Future Research .	44
7.1 Main Research Conclusions	44
7.2 Inspirations and Suggestions	44
7.3 Limitations and Future Research	45
7.3.1 Research Limitations	45
7.3.2 Directions of Future Research	46
Reference	47
Acknowledgements	51

厦门大学博硕士论文摘要库

第1章 绪论

在人类历史发展的浩瀚长河中，凡是形成一定规模的社会性组织，其决策者必是处于舞台的中央。古有帝王宰相，今有董事高管，他们在组织中所担任的核心职能与组织的兴盛衰亡紧密相连。曾经叱咤风云的法皇拿破仑留下一句经典名言：“一头狮子率领的一群绵羊足以打败一只绵羊率领的一群狮子。”这句话直白地揭示了决策者在群体行为中的决定性作用。桀纣国灭，贞观朝兴，管窥国朝更迭，秉笔直书的史官也对历代帝皇着以浓墨重彩。无论东方还是西方，无论政治还是经济，决策者对于组织的重要性不言而喻。放眼当前，随着社会信息化的洗礼和经济组织形态的演进，决策者“独裁”的传统模式已不适合于现时当代的需要，他们从金字塔的顶端走到团队的中央来，组成新的组织核心—高层管理团队（Top Management Team, TMT）。

而在早期的企业投资研究领域，国内外学者并未将决策者作为主要的研究变量。长期以来，学者们关注的是企业投资行为与其经济后果的相关性。随着研究的深入，不少学者才将研究兴趣投向了企业投资行为的主体，即决策者。由此，社会学、人口统计学在管理学研究中得以应用，行为财务学派逐渐发展。其中一个分支的研究就是将人力资本同企业组织产出结合，从人口学特征的角度探寻投资决策主体对企业行为的影响。这类研究以 Hambrick 和 Mason（1984）^[1]提出的“高层梯队理论”（Upper Echelons Theory）为基础，将高层管理团队背景特征同企业组织产出（公司绩效、战略选择等）放入模型回归，探寻决策者背景特征对企业产生的经济后果，已成为战略管理领域和企业高层管理领域新的研究热点。

1.1 研究背景和问题提出

投资即通过将资源的优化配置以期在未来得到经济利益的流入。在我国，投资与消费和出口一起，成为推动经济增长的重要力量。至 2011 年年底，我国经济总量已跃居全球第二位，全社会固定资产投资总额从 2004 年的 7.05 万亿元增长至 31.15 万亿元，增幅 341.84%；而在此期间，国内生产总值从 15.98 万亿元增至 47.29 万亿元，增幅 195.93%¹。在历经了“加入世贸”、“汇率改革”、“金融危机”、“国企改革”的这十年里，我国经济经历了高储蓄、高投资与高增长的发展历程，但与之相伴的却是投资的低效率。这种投资低效以产能过剩、重复建设、以及投资浪费等形式表现出来，而宏

¹ 数据来源：国家统计局网站. <http://www.stats.gov.cn/>.

观层面的投资低效与企业微观层面的投资不当密不可分。张功富，宋献中（2009）^[2]用实证方法证明了我国上市公司在 2001-2006 年间存在着严重的非效率投资状况，近 40% 的公司年度样本投资过度，实际投资支出超出正常水平 101%，60% 的公司年度样本投资不足，低于正常水平的 46%。

上市公司涵盖了我国最优秀的企业资源，广泛地参与到实体经济的各个领域，但并不是所有的企业投资行为都是理性和高效的。以我国资本市场上频频出现的企业投资失败的事件为例，南纺股份投资不当致资金黑洞，高管引咎辞职；互联网新秀尚阳科技错失市场机会，明星高管团队遭质疑；PPG 成功创新商业模式，却被创始人人格毁了前程。如此种种案例将企业投资行为的经济后果与行为决策者——企业高层管理者联系在了一起，不禁让人思考：企业投资决策的“操盘手”究竟如何影响企业的战略决策，他们的个人特质与企业投资行为存在怎样的关系？

按照时间顺序，国外对企业投资方面的研究已有一段较长的学术历史，人力资本思想的萌芽也可追溯至三百多年前，但对企业高层管理者如何影响企业组织产出的研究不过几十年的时间。早期企业组织行为研究中，将企业战略选择视作技术经济因素驱动下的组织行为，而战略选择过程体现为决策者的信息流与决策流（Bourgeois, 1980）^[3]。Hambrick 和 Mason（1984）首创性地将企业组织产出（如企业战略与效率）视作企业权力执行者，即高层管理团队价值观念和认知模式的反映，将人力资本特征加入到企业投资行为的影响因素中，为探究企业管理者个人特质与企业投资效率的关系研究奠定了理论基础和有益参考。

1.2 研究目的及意义

高层管理者作为人力资本中的最高形态，是企业中最具有根植性的资源。由于高管的人力资本价值在企业中体现得较为明显，从这个角度来研究对企业投资效率的影响具有重要意义。高层管理者是企业发展的灵魂，其个人认知能力则是决定其管理水平的因素之一。但高管的认知如何作用到投资行为上，在无法直接观测认知水平的情况下，能否通过其显性表征，如年龄、任期、性别、教育水平、职业经验等来替代？随着年龄增长、处世之深，高管对企业的认知得以沉淀累积，是否会改善非效率投资的状态？

在以往对企业投资效率的研究中，形成了三种主要的流派：一是 Jensen（1986）^[4]提出的自由现金流委托代理理论，认为当企业存在大量自由现金流时，追求私人收益最

大化的经理人会违背股东利益，投资于净现值为负的项目，造成过度投资；二是 Myers 和 Majluf（1984）^[5]和 Fazzari 等（1988）^[6]提出的融资约束导致的投资不足，认为企业在资本市场获取外部融资的成本高于使用内部自由现金流，因而可能不得不放弃净现值为正的投资项目，导致投资不足；三是 Fazzari 和 Athey（1987）^[7]和 Hubbard（1998）^[8]提出的资本市场信息不对称导致企业的逆向选择和经理人道德风险问题。

以上观点存在一个共同的问题，它们将管理者视为同质的，忽略了现实中不同行业不同企业甚至不同个人都存在的差异。根据有限理性理论，认知与收集信息的成本会阻碍最优决策的制定。Hambrick 和 Mason（1984）^[1]指出：有限理性、多重且冲突的目标，无数的选择，以及不同的愿望水平都导致人们无法完全基于技术经济的角度做出复杂的决策，反而倾向依赖行为因素做出决策，对于企业战略决策更是如此。管理者的认知能力因为受到自身生活环境、教育水平的影响，产生了不同的思维方式，所以对信息的收集和解读存在差异，不同程度地影响他的决策；但人们并无法观测认知的过程，人的认识水平也难以量化衡量。由此管理者的个人特质反映到企业上就形成了“企业的性格”，这意味着，企业的经营决策深深地蕴含着管理者的个人特质。

因此，在研究企业投资效率行为中，应充分考虑管理者背景特征的影响因素，为企业建设领导团队，优化高管团队结构，推进管理选拔工作提供依据；同时加深企业对人力资本投资的认识，探寻一条新的促进企业可持续发展的道路。

1.3 研究思路及论文框架

本文在文献综述的基础上，进行理论分析，并提出相关假设、构建模型，根据搜集并处理的数据进行实证分析，以检验假设和模型的合理性，最后得出研究结论。本文的研究思路如下图 1-1 所示：

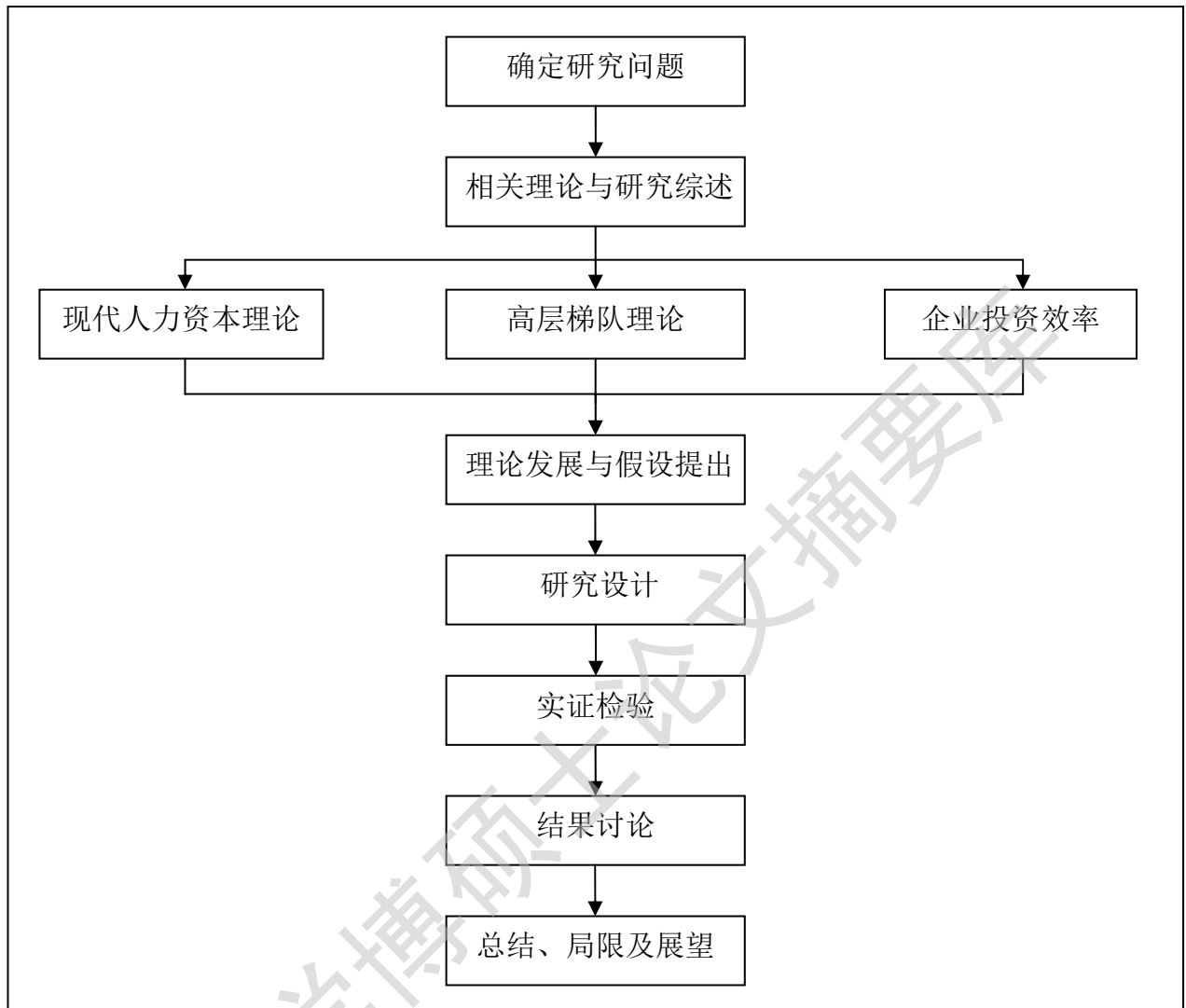


图 1-1 本文研究框架

本论文正文分为七章。第一章绪论部分，主要介绍本文选题背景、研究意义，并阐明研究展开的框架、方法与创新点。第二章是相关理论及研究综述，主要回顾了人力资本理论的形成与发展、企业家专用人力资本和通用人力资本的概念界定、高层梯队理论和投资效率相关理论及研究，为提出研究假设、构建实证研究模型奠定理论基础。第三章是理论发展与研究假设，在第二章相关研究综述的基础上，对高层管理者不同背景特征分别提出研究假设。第四章是变量描述与模型设定。第五章是样本选取与主要变量的描述性统计分析。第六章是管理者背景特征与企业投资效率的实证过程，及对实证结果的讨论。第七章是对本文研究的一个总结，基于研究结论提出了建议以及本文的局限性和未来可能的研究方向。

1.4 研究方法与创新

1.4.1 研究方法

本文主要采用规范理论分析和实证检验相结合的研究方法。

在前人对人力资本与企业投资效率的理论基础上，参考有限理性假设下高层梯队理论的研究视角，结合我国上市公司特点进行理论分析与发展，对高层管理者不同背景特征与企业投资效率之间的关系形成假说与模型框架；并选择相关研究中讨论过的对投资效率的影响因素放入模型中作为控制变量，虽然部分模型的构建可能存在一些瑕疵，但理论推断和结论应具有一般性的意义。

实证检验部分在模型框架的基础上，根据研究目标，变换研究对象的主要解释变量，通过描述性统计、相关性分析、多元线性回归、多元 Logit 回归等，检验高层管理者不同背景特征对企业投资效率的相关关系。同时，本文分别通过分样本回归和重新计算被解释变量对研究结论做了稳健性检验，一定程度上确保了本文实证结论的可靠性。

1.4.2 研究创新

与现有研究成果相比，本文的研究创新点主要体现在以下几个方面：

一是，在高层梯队理论下，从高层管理团队背景特征的微观视角对企业的非效率投资行为进行解释，通过实证表明我国高层管理团队年龄特质性与年龄异质性对企业投资效率存在显著的相关关系，其中管理层平均年龄与企业投资效率的相关关系在经济下行区间得到加强，表明外部情境通过改变高管团队认知基础传导至管理决策，最终影响了企业的投资行为，是高层梯队理论实证检验的一个创新。

二是，将高层管理者背景特征与投资效率关系的研究扩展到管理者个人，不仅证明了 CEO 特殊经验对提升投资效率的作用，还通过手工搜集 CEO 个人简历，获得 CEO 一般经验数据作为新增变量，使用倾向得分匹配法检验得出我国上市公司 CEO 一般经验能够提高企业投资效率，在通用人力资本与企业投资行为关系研究中是一个较为新颖的方法。

三是，为了检验高层梯队理论在我国制度和文化背景下的适用性，本文按企业控制人性区分国有控股和非国有控股，分别进行描述统计和实证分析，考虑了我国资本市场和企业行为的特有文化和制度背景，更具研究价值。

第2章 相关理论简述和文献综述

2.1 人力资本相关概念与文献回顾

英国经济学家 William Petty 是人力资本思想的理论先驱，他提出了“土地是财富之母，劳动是财富之父”，把人的技能的重要性提高到与土地和其他资本同样重要的位置。现代经济学之父 Adam Smith 在其著作《国富论》中写到：“学习一种技能，需进学校，需做学徒，所费不少。这些才能对于个人是一种财产，对于他所属的社会，亦是一种财产。工人增进熟练的程度，和便利劳动、节省劳动机器的损耗，同样可以看作是社会的固定资本；为了获取这些才能而学习花费的费用，将来可以得到偿还，也可以带来利润”。他重视分工在劳动生产中的作用，“大家各自委身于一种特定的业务，能使他们在各自的业务上，磨练和发挥各自的天赋资质和才能”，这种“劳动者的才能因业专而日进”的思想充分体现了人力资本在劳动生产过程中的重要性。法国政治经济学家 Say 在《政治经济学概论》提出“技能的获得会提高工人的劳动生产率，且需要付出代价，应该被定义为资本”，继承了 Adam Smith 的观点；他还把人力资本具体划分为普通劳动工人的一般性人力资本、专业技术人员的专业化人力资本，和企业家（经营管理者）的创新性人力资本。德国经济学家 Liszt 认为人类的“精神资本”来自智力劳动的积累，这里的“精神资本”概念和现在的“人力资本”概念几近相同。英国经济学家 Alfred Marshall 则强调教育的经济价值，认为“对教育的投资可以带来巨额的利润”；他将人的才能分为“通用能力”和“特殊能力”，前者指决策、责任、通用的知识与智力，后者指人的体力与劳动的熟练程度。他还专门研究了企业家人力资本，认为只有同时具备对所从事行业及经营物品透彻的认知和突出领导组织能力的人，才能成为优秀的企业家。在当时大部分对人力资本的研究中，教育被认为是人力资本中最重要的组成部分，也有不少学者指出，正规教育只是创造技能的一种方式，还有其他提高技能的方式，例如“边干边学 learning-by-doing”和“在职培训 on-the-job-training”。

人力资本的思想概念在两位美国经济学家 Theodore Schultz 和 Gary Becker 提出的“人力资本投资理论”后得到全面的发展^[9]。Schultz 把资本分为物质资本和人力资本，“人力资本是通过对人力资源投资而体现在劳动者身上的，由知识、技能和健康所构成的资本”，并把教育支出、卫生保健费用、劳动力在国内流动的支出和用于移民入境的支出作为对人力的投资进行分析。Becker (1962)¹⁰发展了人力资本形成的理论，将收

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库